

宏观点评 20230221

2023 年稳地产，谁更急迫？谁最重要？

2023 年 02 月 21 日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwwzq.com.cn

相关研究

《Chat-GPT：可以买，别依赖》

2023-02-19

《1 月通胀：美联储被带节奏还是乱节奏？》

2023-02-14

■ 2022 年的经验告诉我们单靠基建无法稳住经济，2023 年为达成经济目标稳地产势在必行。但对于如何做，中央和地方往往存在分歧。地方希望通过地产拉动本地经济、稳定财政收入；中央层面的着眼点则在于既要发挥地产对经济的贡献，又不希望出现新一轮的房价飙升。政策如何去布局？站在地方的角度，我们从地方本地经济增长和财政收入对房地产依赖的维度发现江苏、四川、湖北和湖南是今年可能需要房地产发力最急迫的省份；站在中央的层面，从跨省投入产出来看山东、江苏、广东和浙江是稳地产对全国 GDP 拉动最重要的省份，不过部分省份高位的房价收入比也会阻碍政策发力。综合以上地方与中央以及房价的角度，我们预计山东、湖南、江苏、四川等省份后续最有可能集中出台稳地产政策。

■ 尽管地方早就开始“因城施策”，房地产低迷现象仍普遍存在。大中城市商品房成交面积自 2021 年 6 月起就进入同比负增区间，房地产投资占投资于 GDP 的比重也在攀升 5 年后于去年回落。1 月 70 大中城市中房价环比上升的城市略有增加，但二、三线城市环比同比仍在负区间，表明疫情放松后地产消费修复仍未到来。2022 年年初以来，地方政府加大了房地产政策宽松力度。我们统计了 2022 年 2 月至今地方政府出台的约 380 条房地产放松政策，数量上来看，三线城市及其他城市占比最多，但考虑到各级城市的相对数量和总 GDP，我们认为过去一年二线城市的放松力度相对最大，一线城市则更为谨慎（图 4）。放松政策的内容上主要以提高公积金贷款额度以及购房减税补贴为主（图 5）。

■ “因城施策”谁的动力更足？这可能取决于是房地产对各地经济重要性的差异。我们从地方 GDP 和财政收入对房地产的依赖程度这两个维度衡量了各省面对房地产行业的整体敞口，以找出今年最需要在房地产行业发力的地区。

■ 地方 GDP 对房地产的依赖程度：一省房地产的产出会拉动其他上游部门（例如电力、原材料）的需求，可由此估算出各省省内整体经济对本身房地产的依赖程度。方法上，我们根据投入产出表求出各省房地产（这里我们采用住宅建筑）最终需求中隐含的对省内其他产业的增加值作为判断依赖程度的指标。我们结果表明云南、湖北、四川和湖南等省份在 GDP 维度对房地产依赖程度更高。（图 6）我们发现各省今年经济增长目标相对疫情前的调整与其经济增长对房地产的依赖程度有一定程度的负相关性，说明房地产的低迷影响了地区经济的预期增长。

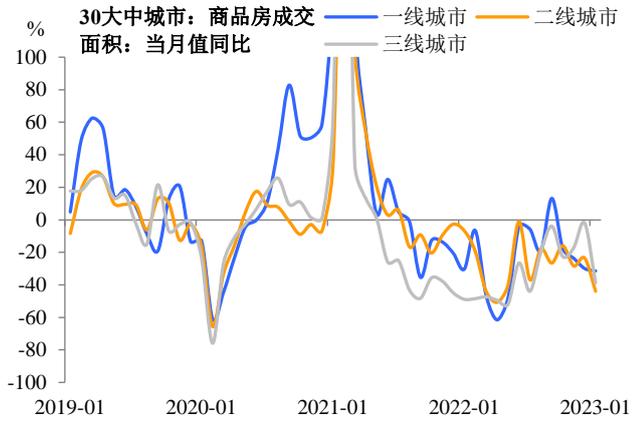
■ 地方财政收入对房地产的依赖程度：房地产税收（如房产税、契税、土地增值税等）以及土地出让金是地方政府财政收入的重要来源，我们通过计算这一比例在来估算各省财政收入对房地产的依赖程度。分析结果表明南方、东部沿海省份的财政收入对房地产依赖程度高于北方（图 7）。

■ 今年稳地产，谁更急迫？综合以上两个维度，我们得出对房地产整体上依赖更高的省份（图 8），他们位于图中偏右上的部分，包括江苏、四川、湖北和湖南等，这些省份提振房地产对本省经济增长的意义更大，在过去的一年里这些对房地产依赖更高的省份确实也推出了更多的放松政策。可期待江西、湖南等省份未来推出更多地产宽松政策。

■ 今年稳地产，谁最重要？各省房地产实际上也拉动了周边省各部门的需求，从国家整体角度来看，房地产利好政策侧重于对全国 GDP 拉动更大的省份能够事半功倍。我们在各省 GDP 投入对房地产（住宅建筑）的完全消耗系数的基础上考虑省间流动并根据 2022 年各省 GDP 比重加权，得到房地产拉动全国 GDP 最多的省份（图 10），包括山东、江苏、广东和浙江等省份。我们在过往的报告中提到今年房地产行业有约 8600 亿元的负缺口，上述省份则承担了房地产区域经济“补缺口”的重担。

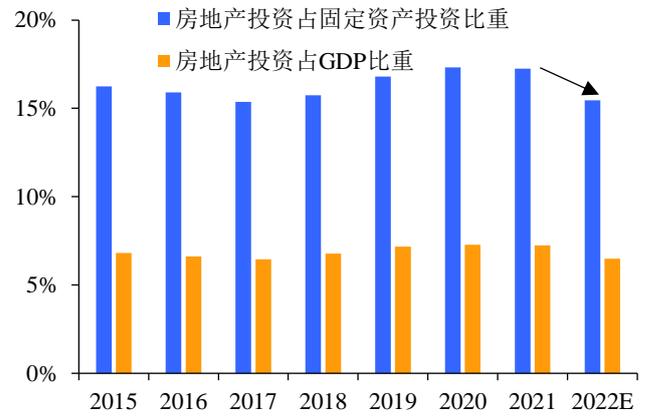
- 我们可从各省房价收入比来看政策施行的空间，一般来说房价收入比较高的省份居民购房的负担已经相对较重，因而稳地产政策的落地成效有限。北京、海南、上海和陕西的房价收入比最高，而湖南、广西以及东北地区的房价收入比较低，可期待稳地产政策在这些省份成效更好。(图 11)
- 综合以上地方、中央以及房价维度，我们得到后续最有可能出台稳地产政策的省份排名(图 12)，因为政策会更有效率地刺激省内 GDP、改善地方财政收入、拉动区域经济增长。我们看好稳地产政策更多在在山东、湖南、江苏和四川等省份落地。
- 风险提示：海外货币政策收紧下外需回落，海外经济提前进入显著衰退，严重拖累我国出口。毒株出现变异，疫情蔓延形势超预期恶化。

图1: 商品房销售自 2021 年中以来持续低迷



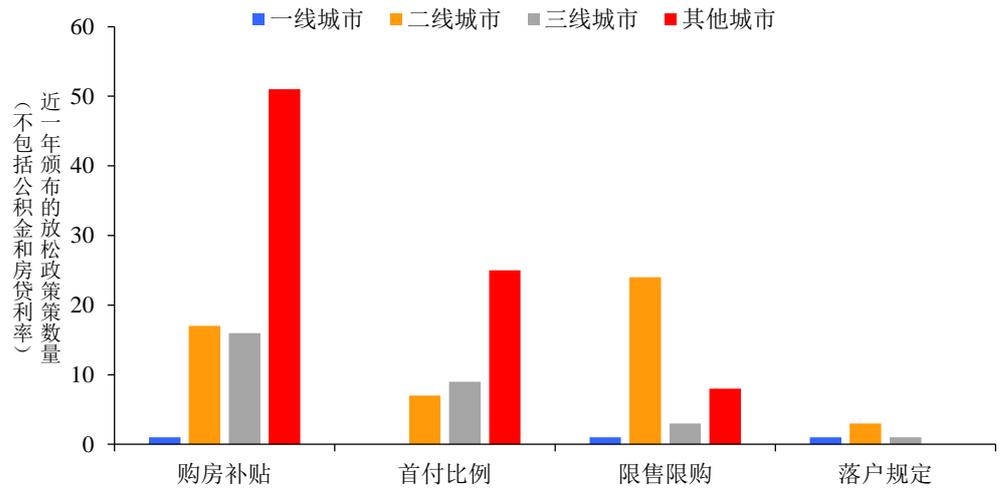
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图2: 2022 年房地产投资占比回落



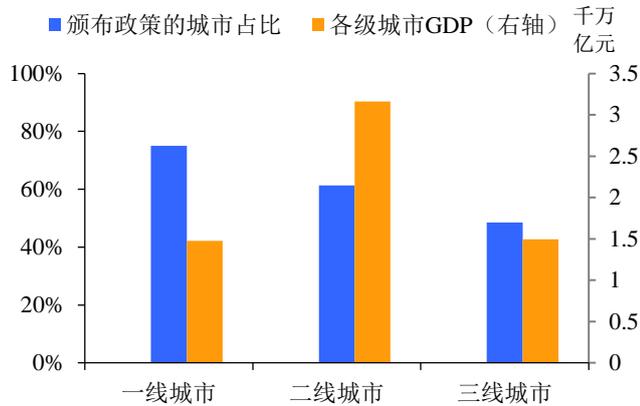
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图3: 2022 年 2 月以来各地方政府颁布的房地产放松政策情况



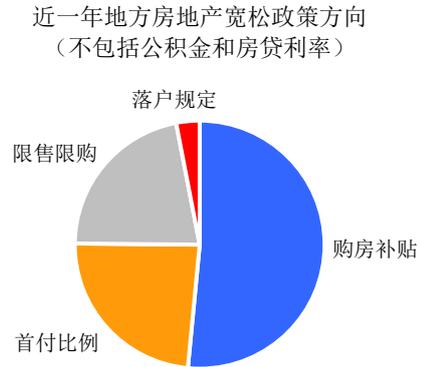
数据来源：各省政府网站，根据新闻整理，东吴证券研究所

图4: 考虑经济规模, 二线城市的房地产放松力度最大



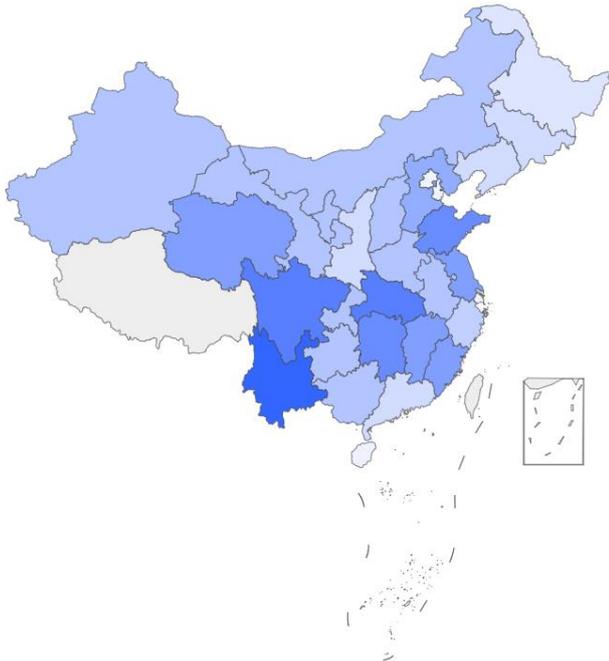
数据来源: Wind, 根据新闻整理, 东吴证券研究所

图5: 购房补贴是最主要的政策放松方向



数据来源: 根据新闻整理, 东吴证券研究所

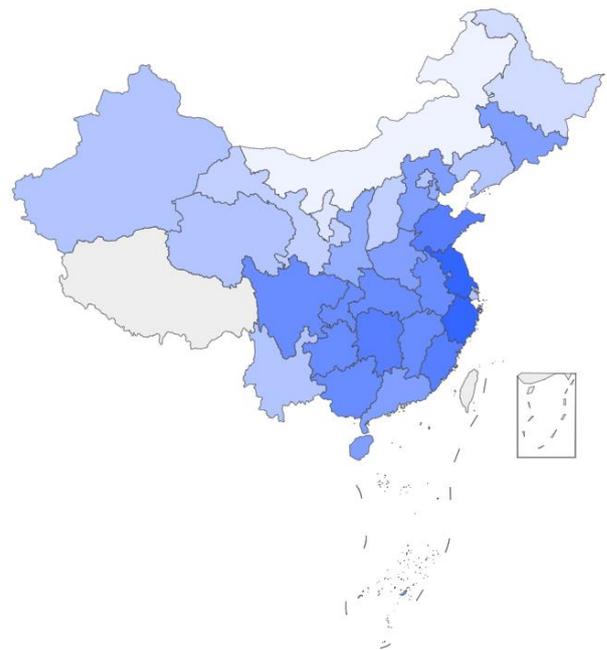
图6: 各省 GDP 投入对房地产的依赖程度



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 颜色越深代表依赖程度越强, 缺少部分省份数据
参考: Zheng, H., Bai, Y., Wei, W. et al. Chinese provincial multi-regional input-output database for 2012, 2015, and 2017. Sci Data 8, 244 (2021).

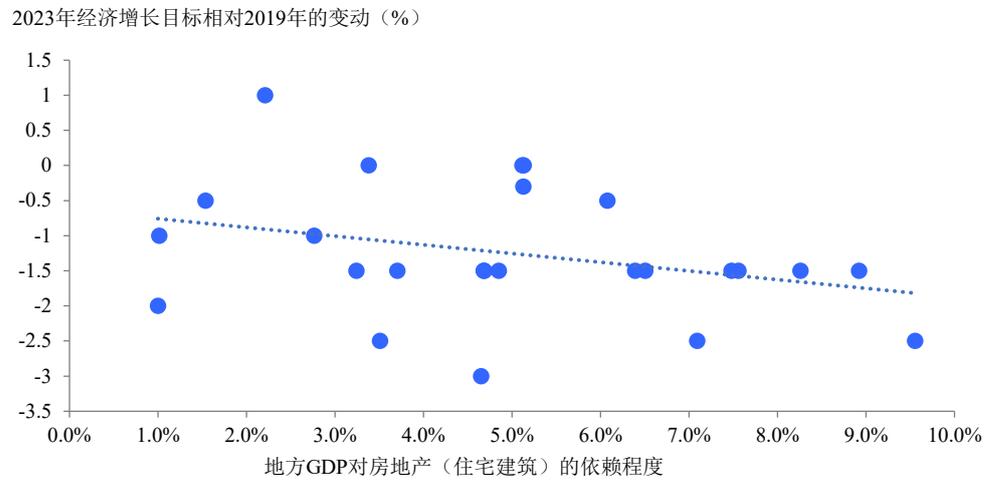
图7: 各省财政收入对房地产的依赖程度



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

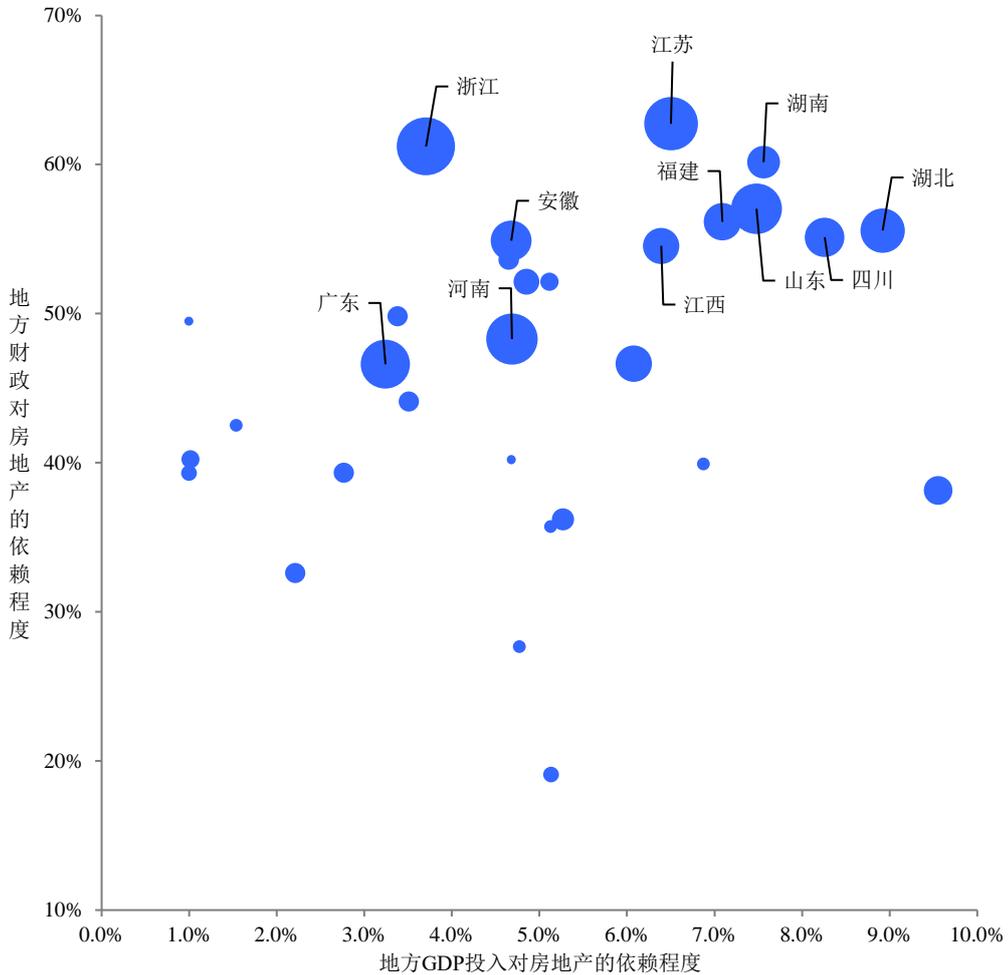
注: 颜色越深代表依赖程度越强, 缺少部分省份数据

图8: 各省今年经济目标相对疫情前变动幅度与经济对房地产依赖程度呈现负相关性



数据来源: 各省政府网站, Wind, 东吴证券研究所

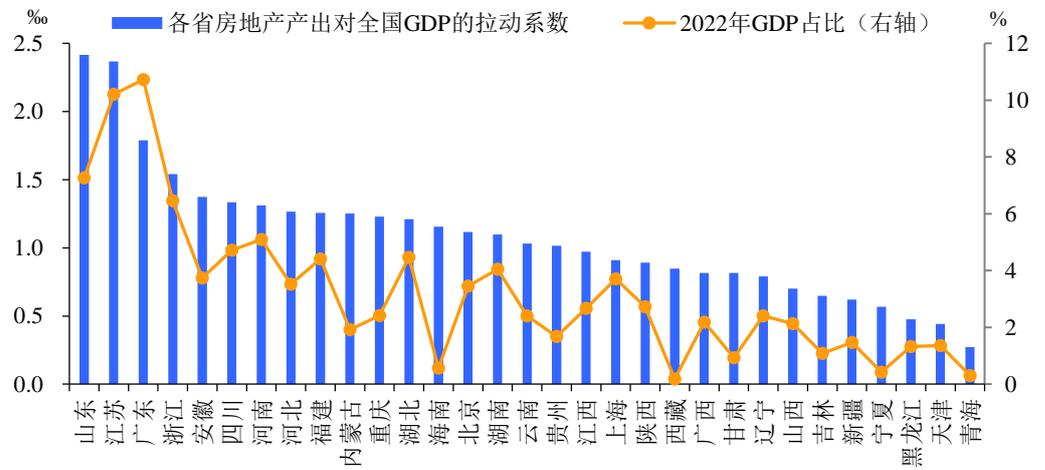
图9：谁更急迫？地方层面两维度均对房地产依赖程度高的省份推出了更多地产宽松政策



注：各点面积大小代表出台地产宽松政策的数量；图中标出了已经出台较多稳地产政策的省份以及未来可能出台较多稳地产政策的省份；部分省份未纳入统计

数据来源：Wind，根据新闻整理，东吴证券研究所

图10: 谁更重要? 各省房地产产出对全国 GDP 的拉动情况

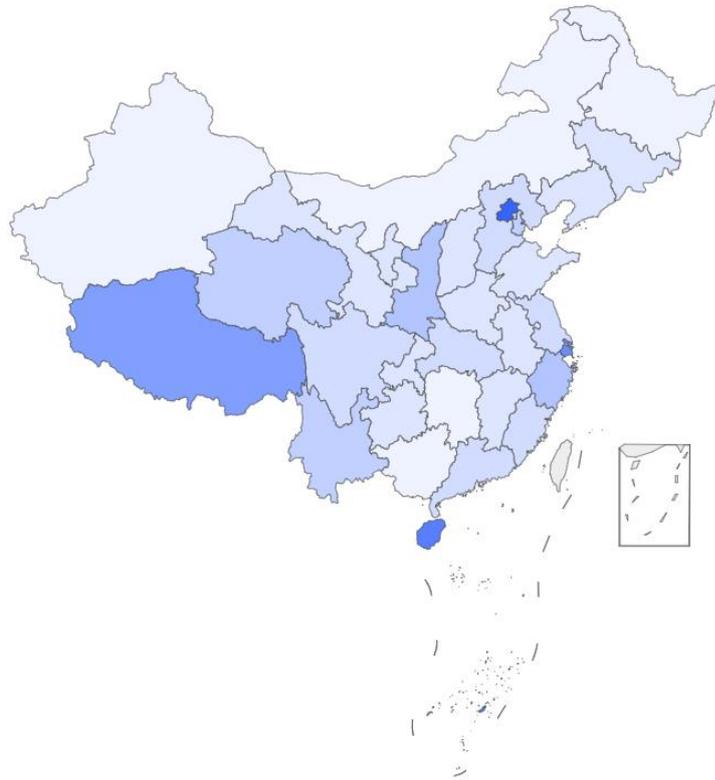


注: 上表中房地产是指住宅建筑业。

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

参考: Zheng, H., Bai, Y., Wei, W. et al. Chinese provincial multi-regional input-output database for 2012, 2015, and 2017. Sci Data 8, 244 (2021).

图11: 各省房价收入比



注：颜色越深代表数值越大；缺少部分省份数据；房价收入比由平均房价与人均居住面积的积与年人均可支配收入相除得到
数据来源：CEIC，东吴证券研究所

图12: 综合中央、地方和房价角度来看, 山东、湖南、江苏和四川未来可能出台更多稳地产政策

四维度来看更多稳地产政策可能在哪些省份出台					
排名	省份	地方GDP 依赖程度	地方财政依 赖程度	对全国经济 拉动程度	房价收入比
1	山东	5	5	5	4
2	湖南	5	5	3	5
3	江苏	4	5	5	2
4	四川	5	4	5	2
5	湖北	5	5	4	2
6	福建	5	5	4	2
7	重庆	3	4	4	4
8	安徽	2	4	5	3
9	河北	4	3	4	3
10	江西	4	4	3	3
11	广西	3	4	2	5
12	内蒙古	4	1	4	5
13	贵州	2	4	3	5
14	广东	2	3	5	3
15	浙江	2	5	5	1
16	河南	3	3	4	3
17	云南	5	1	3	2
18	新疆	3	2	1	5
19	甘肃	4	1	2	4
20	山西	3	1	2	4
21	吉林	2	3	1	4
22	辽宁	1	2	2	4
23	青海	4	2	1	2
24	陕西	2	3	2	1
25	黑龙江	1	1	1	5
26	海南	1	3	3	1
27	宁夏	3	1	1	3
28	北京	1	2	3	1
29	上海	1	2	2	1
30	天津	1	2	1	1

注: 数字从1至5代表从该维度来看该省稳地产政策出台的可能性上升; 数字1至5由上文中各省各维度数据相对五分位数求出; 省份排名参考四维度等权重降序, 当等权重数值相同时, 2022年GDP占比较高的省份排名居前; 部分省份未纳入统计

数据来源: Wind, 根据新闻整理, 东吴证券研究所 注: 各点面积大小代表出台地产宽松政策的数量

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

